



GERMANY'S 1ST ANNUAL HEDGE FUND AWARD

Erfolgreiche Erstauflage der ersten Preisverleihung
für Hedgefonds in Deutschland

Am 12. Januar 2006 lernten sich Herr Schmidt, Herausgeber des Derivate Magazins, und Herr Schröder, Head of Corporate & Investment Strategies der IBC GmbH, im ICE von Berlin nach Frankfurt kennen. Während der rund vierstündigen Zugfahrt entwickelte sich ein intensives Gespräch über die aktuellen Themen und Entwicklungen der hierzulande noch jungen Hedgefonds-Branche. Das Ziel Frankfurt war noch nicht erreicht, da war die Idee, die erste Hedgefonds-Preisverleihung in Deutschland zu veranstalten, bereits geboren. Was in anderen, hinsichtlich dieser Assetklasse wesentlich weiter entwickelten Ländern schon lange zu den regelmäßig stattfindenden Pflichtveranstaltungen gehört, sollte nun also auch den in den Kinderschuhen steckenden deutschen Hedgefonds-Standort einen weiteren Schritt voranbringen.

Ende letzten Jahres war es endlich soweit. Am 12. Dezember 2007 wurde in die Räumlichkeiten des Veranstaltungspartners ING Investment Management nach Frankfurt geladen und zum ersten Mal die Germany's 1st Annual Hedge Fund Awards verliehen. Zahlreiche Gewinner nahmen ihre Preise persönlich entgegen, und im Anschluss an die Preisverleihung entwickelten sich bei Häppchen und Wein viele gute Gespräche und kontroverse Diskussionen über zukünftige Entwicklungslinien des deutschen Hedgefonds-Marktes. In einem Punkt waren sich jedoch alle einig: Die Veran-

staltung war ein voller Erfolg und wird sich in den nächsten Jahren zu einer festen Größe und einem willkommenen Branchen-Treffen entwickeln.

An dieser Stelle möchten sich die IBC GmbH und das Derivate Magazin bei allen Partnern bedanken, die zum Erfolg dieser Veranstaltung beigetragen haben.

Von der Idee zur Verleihung

Was anfangs eher wie eine dieser zahlreichen spontanen Ideen schien, die im Laufe der Zeit im Sande verlaufen, entwickelte sich zu einem ernsthaften Projekt, dessen Umfang den beiden Initiatoren zum Zeitpunkt ihrer Zugfahrt wohl auch nicht vollends bewusst war. Die größten Herausforderungen bestanden darin, das zu bewertende Hedgefonds-Universum abzustecken, die Stamm- und Performancedaten zu diesen Produkten zusammenzusammeln und zu einer transparenten und geeigneten Bewertungsmethode zu gelangen.

Bei der Frage, welche Hedgefonds man denn nun für eine solche Preisverleihung berücksichtigen sollte, versetzte man sich in die Lage eines deutschen institutionellen Investors, der nach passenden Anlagemöglichkeiten in diesem Bereich Ausschau hält. Für

eine praktikable Investition stehen diesem nicht nur die hierzulande aufgelegten, sondern auch ausländische steuertransparente Single- und Dach-Hedgefonds offen. Anders als bei vergleichbaren internationalen Veranstaltungen wurde die Eingrenzung des Fondsuniversums also nicht über die Domizilierung der Hedgefonds vorgenommen. Vielmehr wurden alle Hedgefonds-Produkte berücksichtigt, die von inländischen institutionellen Investoren praktikabel – d.h. ohne negative steuerliche Konsequenzen – erworben werden können. Natürlich existieren für eine solche Produktauswahl keine fertigen Datenbanken, so dass sich die Datenbeschaffung auf mehrere Quellen verteilte – als die wichtigste Quelle stellte sich WM Datenservice (Teil der WM Gruppe) heraus, die man gleichzeitig als Partner für das Projekt gewinnen konnte. Am Ende des Datenbeschaffungsprozesses umfasste das Hedgefonds-Universum insgesamt 668 Produkte (siehe Tabelle).

Doch längst nicht alle der festgestellten potenziellen Kandidaten schafften es auch bis zur finalen quantitativen Bewertung. Vorher galt es, einige qualitative Kriterien zu erfüllen, die die Voraussetzung für eine eingehende Bewertung darstellten. So wurden Produkte, die

- _ entweder gar nicht mehr existieren bzw. zum letzten Bewertungsmonat (September 2007) keine Daten an eine offizielle Stelle geliefert haben oder

Die Award-Kategorien	Produktanzahl
Im Ausland domizilierte Single-Hedgefonds (alle Strategien)	455
1. Long/Short Equity	146
2. Global Macro	54
3. Relative Value	68
4. Event Driven	15
5. Managed Futures	27
6. Multistrategy	145
7. Deutsche Single-Hedgefonds	18
8. Dach-Hedgefonds	84
9. Deutsche Hedgefonds-Zertifikate	111
Gesamt	668

Die Hedgefonds können in folgende Finanzinstrumente investieren (Mehrfachnennungen möglich)	
Wertpapiere	473
Bankguthaben	459
Derivate	422
Investmentanteile	84
Geldmarktinstrumente	73
Wareterminkontrakte	56
Edelmetalle	11
stille Beteiligungen	4
sonstige Unternehmensbeteiligungen	4

- _ die bis zum letzten Bewertungsmonat eine zu geringere Lebensdauer aufwiesen oder
- _ die innerhalb des Bewertungszeitraumes nur sehr unregelmäßig bzw. zu selten Daten an offizielle Stelle geliefert haben, von vornherein aussortiert. Übrig blieben 202 Produkte, was rund 30,28 Prozent des anfänglichen Brutto-Universums entsprach.



Stefan Armbruster von der Deutschen Bank nimmt den Award für das beste Hedgefonds-Zertifikat entgegen



Der Hedgefond-Award

VERSÄTETER DURCHBRUCH VON HEGDEFONDS IN DEUTSCHLAND?

Seit Anfang 2004 ist die Auflegung von Single- und Dach-Hedgefonds durch Kapitalanlagegesellschaften als „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ in Deutschland zugelassen. Mehr als drei Jahre nach der Einführung des Investmentmodernisierungsgesetzes bzw. dem juristischen Startschuss für diese alternative Assetklasse, bleiben sowohl die Produktvielfalt als auch die Summe der in den bisher aufgelegten Hedgefonds verwalteten Gelder weit hinter den anfänglichen Erwartungen zurück. Es kann durchaus konstatiert werden, dass das Anlagethema Hedgefonds in Deutschland im Vergleich zu Derivaten oder klassischen Investmentfonds noch immer nur eine Nebenrolle spielt. Die Gründe hierfür sind vielfältig:

- > Mangelnde Erfahrung und fehlendes Wissen im Umgang, der Beurteilung und dem richtigen Einsatz der neuen Anlageform. Die Strategien zur Erzielung von weitestgehend marktunabhängigen Renditen sind oft sehr komplex und deshalb schwer nachzuvollziehen und zu beurteilen. Dazu kommen teilweise Vorurteile und falsche Erwartungen. Oftmals bestehen überzogene Renditevorstellungen. Hedgefonds sind jedoch tendenziell als Alternative zu Anleihen und nicht zu Aktien zu betrachten. Vorurteile wie eine überhöhte pauschale Risikoeinschätzung resultieren wiederum aus Wissensdefiziten und der vergangenen, schwerpunktmäßig negativen medialen Berichterstattung.
- > Generell unterentwickelte Aktien- und Kapitalmarktkultur in Deutschland
- > Schlechtes „Timing“

Die meisten Assetklassen (Aktien, Immobilien, Rohstoffe usw.) blicken auf einen seit Jahren andauernden Kursaufschwung zurück. In einem solchen Umfeld verliert der Absolute Return Ansatz naturgemäß an Popularität. Die gleichzeitige Beobachtung, dass die Renditen der internationalen Hedgefonds-Branche, gemessen an den breiten Indizes, in den letzten Jahren hinter ihrer durchschnittlichen historischen Performance zurückblieben, wirkte sich ebenfalls hinderlich auf die hiesige Branchenentwicklung aus.

- > Neue Investmentprodukte benötigen immer eine gewisse Zeit, um sich zu etablieren. Auch die Terminbörsen oder die Zertifikateindustrie wurden anfangs skeptisch betrachtet, erleben jedoch einen seit Jahren anhaltenden Boom.
- > Die meisten nach deutschem Recht aufgelegten Hedgefonds entwickelten sich in den letzten Jahren schwächer als die internationale Konkurrenz. Viele Anleger wollen vor einer Investition zunächst abwarten, wie sich die Strategien über mehrere Jahre entwickeln.

Jedoch spricht einiges dafür, dass sich die hohen Erwartungen an den deutschen Hedgefonds-Standort in Zukunft erfüllen werden.

- > In den letzten Jahren hat ein spürbarer Reifeprozess eingesetzt, der sich in Zukunft verstärkt fortsetzen sollte. Immer mehr Wissens- und Verständnislücken werden durch eine steigende Anzahl an Fachveranstaltungen, eine neutralere Berichterstattung in Fachpublikationen und eine sich versachlichende allgemeine Diskussion geschlossen. Im Zuge dieser Entwicklung kommt es auch zu einem Abbau von Vorurteilen und von falschen Erwartungshaltungen.
- > Die sich in der Vergangenheit über nahezu alle Assetklassen und Regionen erstreckenden Kurssteigerungen werden sich voraussichtlich nicht in diesem Tempo und in dieser Einheitlichkeit fortsetzen. Die Wahrscheinlichkeit von kurz- bis mittelfristigen Korrekturen oder längeren Konsolidierungsphasen ist größer geworden. Auch der Anleihenmarkt bietet auf dem aktuellen Renditeniveau keine attraktiven Investitionschancen. Es ist anzunehmen, dass sich private und institutionelle (deutsche) Anleger in den nächsten Jahren wieder verstärkt nach weniger vom Aktienmarkt abhängigen Anlagealternativen umsehen werden. Hedgefonds werden in einem solchen Szenario eine signifikante Popularitätssteigerung erfahren.

Gewinner: Germany's 1st Annual Hedge Fund Award (Plätze 1 bis 3 in den Kategorien)

Gewinner-Fonds bzw. -Zertifikate / Preisträger bzw. Investmentgesellschaft	Jährliche adjustierte Performance/Risiko		
	Rendite	Volatilität	Sharpe Ratio
Long/Short Equity			
OCCO Eastern European Fund / Charlemagne Capital (UK) Ltd.	30.43%	6.09%	4.117
Lyxor/Bay Resource Partners Offshore Fund Ltd / GMT Capital Corp.	25.82%	8.08%	2.529
Lyxor/Duet Global Opportunities Fund Limited Pref. B / Duet Asset Management Ltd	15.07%	4.12%	2.354
Global Macro			
H & A Lux Glocap Long/Short / Vescore Deutschland GmbH	10.34%	7.44%	0.667
AEGIS Global Macro Classic Fund.CL / AEGIS Fund Ltd. - William Gianopoulos	9.12%	26.18%	0.143
CAAM Dynarbitrage International / Credit Agricole Asset Management - Vincent Chailley	4.50%	7.91%	-0.113
Relative Value			
Lyxor/Tiedemann Arbitrage Fund Ltd Pref. B / T/F Partners	10.71%	3.87%	1.375
Da Vinci Arbitrage Fund Class I / Da Vinci Invest Ltd. – Hendrik Klein	30.93%	28.03%	0.911
Lyxor/Ellington Pref. G / Ellington Fund Ltd.	5.80%	6.05%	0.069
Event Driven			
Lyxor/Paulson Advantage Fund Limited Pref. B / Paulson & Co. Inc.	84.41%	22.11%	3.575
Lyxor/Good Hope International Fund Ltd B / Good Hope Advisors LLC	20.31%	7.01%	2.132
Lyxor/York Fund Ltd Pref. B / JGD Management Corp.	21.15%	7.78%	2.025
Managed Futures			
Lyxor/Alphaquest Fund Ltd Pref. B / Quest Partners	21.03%	20.82%	0.751
Lyxor/Aspect Diversified Fund Ltd Pref. B / Aspect Diversified Fund Ltd	9.41%	19.47%	0.207
Trendconcept Fund Multi Asset Allocator / Trendconcept	2.43%	6.96%	-0.423
Multi Strategy			
Lyxor/Paulson International Fund Ltd Pref. B / Paulson Management LLC	48.89%	12.81%	3.397
OCCO Global Emerging Markets. A (USD) / Charlemagne Capital (UK) Ltd.	30.96%	8.34%	3.068
Lyxor/Pequot International Fund Ltd. Pref. B / Pequot Capital Management Inc.	39.62%	13.82%	2.478
Deutsche Single-Hedgefonds			
DWS Südprojekt Fund Market Neutral / Südprojekt Gesellschaft für Finanzanalysen mbH	8.17%	5.51%	0.508
DWS Hedge L/S Equity Opportunistic / DWS – Dr. Jan Viebig	7.44%	5.09%	0.409
Loys Global MH A / Loys AG – Thomas Maier/Dr. Bruns	9.40%	13.29%	0.303
Dach-Hedgefonds			
HI Varengold CTA Hedge A / Varengold Wertpapierhandelsbank AG	8.47%	7.05%	0.438
DEKA-Hedgeselect I / DEKA	8.13%	8.20%	0.336
HI Asset Allocation Equity Alpha Fund A / Asset Allocation AG	7.14%	5.56%	0.317
Deutsche Hedgefonds-Zertifikate			
DB Stars / Deutsche Bank X-markets	20.22%	10.56%	1.553
Thames River Warrior Dynamic Leverage Index-Zertifikat / Nomura London	26.70%	16.75%	1.366
AIMS China Absolute Return Strategy-Zertifikat / ABN Amro	34.93%	23.87%	1.303

Bewertungsbasis: Wochendaten vom 30.09.2006 - 30.09.2007 (+/- ein, zwei Tage, je nach Datenlieferung) = 52 Datenpunkte

Ausnahme: Zertifikate (Tagesdaten für den selben Zeitraum = 256 Datenpunkte) und deutsche Single-Hedgefonds (Monatsdaten von März 2006 - September 2007 = 18 Datenpunkte).

Bewertungskriterien/Performancemaße

Der Auswahl der geeigneten Performancemaße zur Beurteilung der Hedgefonds wurde seitens der Jury eine große Bedeutung zugeschrieben. Die Herausforderung besteht darin, dass die Bewertungskriterien möglichst objektiv und einfach nachvollziehbar sein sollen, gleichzeitig aber auch die Besonderheiten von Hedgefonds berücksichtigen müssen. Traditionelle Risikomaße gehen von normalverteilten Periodenrenditen aus. Dies lässt sich empirisch für Hedgefonds nicht bestätigen. Im Mean-Variance-Ansatz kommt es demnach zu einer Unterschätzung der Wahrscheinlichkeit hoher

Verluste und zur Überschätzung des Renditepotentials. Infolge dieser Überlegungen hat sich die Award-Jury für die Adjustierte Sharpe Ratio (Mahdavi 2004) als die wichtigste Performance-Kennzahl bei der Bewertung von Hedgefonds im Rahmen des Awards entschieden. Diese Kennzahl berücksichtigt die fehlende Normalverteilung bei Hedgefonds-Renditen und errechnet sich auf Basis von um Autokorrelationen bereinigten Renditen. Im Interview ab Seite 110 schildert Katharina Schüller, Vorsitzende der Hedge Fund Award-Jury, das angewandte Bewertungsverfahren.



INTERVIEW

Katharina Schüller, Jury-Vorsitzende und Leiterin der STAT-Up – einem Beratungsunternehmen für Statistik und Finanzökonometrie, über das beim Hedgefonds-Award angewandte Bewertungsverfahren

DM: Welche grundsätzlichen Überlegungen haben Sie bei der Festlegung der Kriterien für die zu bewertenden Hedgefonds-Produkte angestellt?

KS: Von vornherein klar war uns allen, dass die objektive Nachvollziehbarkeit der Kriterien entscheidend für die Akzeptanz unserer Entscheidung sein würde. Vieles sprach daher für ein rein quantitatives Vorgehen zur Bewertung von Rendite und Risiko. Nicht alles lässt sich aber quantifizieren: Sofort fiel der Einwand, man könne Tatsachen wie eine drohende Schließung des Fonds oder ein Fehlverhalten des Managers nicht aus historischen Daten extrahieren. Diese berechtigten Punkte haben wir also in Form von Ausschlusskriterien berücksichtigt.

„Es gibt kleine Lügen, große Lügen und Statistiken“ ist zudem ein Satz, der mir leider oft und nicht immer ganz zu Unrecht begegnet. Je komplexer und akademischer das angewandte Verfahren, umso weniger nachvollziehbar sind meist die Resultate. Daraus folgte unsere nächste Randbedingung: so einfach und standardisiert wie möglich, so individuell wie nötig. Individualisierte Bewertungsverfahren benötigen aber generell mehr Datenpunkte als gängige Kennzahlen wie die Sharpe Ratio, und die Datenlage war mager. Andererseits werden Standardverfahren den Besonderheiten von Hedgefonds-Produkten, deren Renditen beispielsweise selten einer Normalverteilung folgen, kaum gerecht.

DM: Was für eine statistische und finanzmathematische Bedeutung hat die Eigenschaft der Normalverteilung, und wie kommt es, dass Hedgefonds diese Eigenschaft nicht erfüllen?

KS: Normalverteilte Daten sind sehr praktisch, weil sie statistische Berechnungen wesentlich vereinfachen: Die Formeln dazu finden sich in jedem Lehrbuch und werden zum Teil schon in der Schule vermittelt. Außerdem ist die Theorie dazu gut erforscht und in sich sehr konsistent. All dies führt dazu, dass übliche Bewertungsgrößen wie Alpha, Beta, Korrelationen, die Sharpe Ratio oder

auch eine Optimierung, basierend auf Markowitz' Theorie, streng genommen normalverteilte Daten voraussetzen. Das ist prinzipiell nicht aus der Luft gegriffen: Man kann zeigen, dass Effekte, die sich aus vielen kleinen unabhängigen, zufälligen Einflüssen zusammensetzen, letztlich mehr oder weniger gut einer Normalverteilung folgen.

Sofort wird klar, dass Hedgefonds hier aus dem Rahmen fallen müssen. Ereignisse an den Finanzmärkten beeinflussen sich natürlich gegenseitig. Strategien wie „Event Driven“ setzen auf singuläre Ereignisse statt auf eine Vielzahl kleiner, zufälliger Einflüsse. Nicht zuletzt verhalten sich das Risiko, alles zu verlieren und die Chance, den Einsatz zu verdoppeln, offensichtlich nicht symmetrisch.

DM: Welche Auswirkungen hatte die nicht-normale Renditeverteilung von Hedgefonds auf die Wahl des letztendlichen Performancemaßes?

KS: Lassen Sie mich die Problematik an einem einfachen Beispiel verdeutlichen. Stellen Sie sich einen Hedgefonds vor, der ein ganzes Jahr lang keine Bewegungen aufweist und am 31. Dezember plötzlich um 100 Euro fällt. Ein zweiter Fonds verhält sich zunächst gleich, steigt aber zum Jahresende um 100 Euro. Mit einem Maß, das auf Normalverteilung basiert, können Sie statistisch gesehen keinen signifikanten Unterschied feststellen. Ich wüsste allerdings sofort, wo ich lieber investieren würde...

Um eine formale Regel für solche – und auch weniger extreme Situationen – zu finden, mussten wir uns also auf die Suche nach einem geeigneten Performancemaß begeben.

DM: Gibt es weitere Renditeeigenschaften, die eine Bewertung von Hedgefonds erschweren?

Fehlende Liquidität führt oft zu Bewertungsproblemen, da keine echten Marktpreise vorliegen, wenn die gehaltenen Instrumente nicht laufend und in ausreichendem Umfang gehandelt werden. Au-



ßerdem bestehen für Hedgefonds-Manager Anreize zum Glätten der Renditen, dem so genannten „Performance Smoothing“. In den Daten zeigen sich diese Aspekte als Autokorrelation, also als linearer Zusammenhang zwischen den Werten von gestern und den Werten von heute.

DM: Wie haben Sie das Problem gelöst? Für welches Performancemaß haben Sie sich entschieden?

KS: Nach Abwägung all der diskutierten Faktoren haben wir uns letztlich für eine adjustierte Sharpe Ratio entschieden. Sie bleibt verhältnismäßig nahe an den weit verbreiteten und akzeptierten Performancemaßen, berücksichtigt jedoch insbesondere die Nicht-normalität der Daten. Schiefe Renditeverteilungen und erhöhte Risiken für große Abweichungen vom Trend bekommen wir damit auf sehr einfache Weise unter Kontrolle.

DM: Woher stammt diese adjustierte Sharpe Ratio, und wie sind die angesprochenen Probleme damit in den Griff zu bekommen?

KS: Die Idee dazu fanden wir im „Journal of Alternative Investments“, in dem Mahnaz Mahdavi, Direktorin des Smith College Programms „Woman & Financial Independence“, das Kernprinzip beschreibt. Vereinfacht dargestellt, bilden wir über eine mathematische Funktion die Renditen einer (normalverteilten) Benchmark aus den Renditen eines Hedgefonds-Produkts nach. Praktisch entspricht das der Konstruktion eines synthetischen Derivats, mit dem bei identischer Risikoverteilung der Payoff der Benchmark erzielt werden kann, aber eben über eine Investition in das Hedgefonds-Produkt. Je nachdem, ob wir für das Derivat eine geringere Anfangsinvestition benötigen als für ein direktes Investment in die Benchmark, adjustieren wir die Sharpe Ratio des zu bewertenden Produktes nach oben oder unten.

Zusätzlich reicherten wir das Verfahren an, um Mechanismen zur Korrektur der Autokorrelation, zur Messung der erhöhten Unsicherheit bei fehlenden Daten oder zum angemessenen Vergleich von Produkten, die in unterschiedlichen Währungen notieren – das bekannte Phänomen der Zinsparitäten.

DM: Wie kann man mit der Kritik umgehen, dass die Ergebnisse mit einem anderen Bewertungsverfahren möglicherweise völlig anders ausgesehen hätten?

KS: Glaube keiner Statistik, die du nicht selbst gefälscht hast... Tatsächlich brauchen wir uns nicht zu verstecken. Im Gegensatz zu wesentlich komplexeren Verfahren, hinter deren Berechnung nicht selten eine „Black Box“ steht, können wir jeden Berechnungsschritt direkt nachvollziehen. Vielleicht hätten die Ergebnisse mit alternativen Bewertungsmethoden anders ausgesehen – vielleicht auch nicht. Wir fanden gravierende Unterschiede zu traditionellen Maßen, während ein aktueller Artikel im „Journal of Banking & Finance“ zu dem Schluss kommt, dass das gewählte Bewertungsverfahren kaum Einfluss auf das Ranking von 2763 dort untersuchten Hedgefonds hat. Allerdings setzten wir ja noch die erwähnte Vielzahl wohl begründeter Korrekturmechanismen ein, die in Einzelfällen das geschätzte Risiko um mehr als 50% berichtigten.

Niemand kann aus der Vergangenheit vorhersagen, was genau die Zukunft bringt – so wie ich auch nicht mit dem Rückspiegel Auto fahre. Trotzdem sollten wir an Informationen nutzen, was immer uns zur Verfügung steht. Unser Ansatz berücksichtigt im Gegensatz zu traditionellen Maßen die Besonderheiten der Bewertungssituation, und er lässt sich einem Praktiker in zwei Minuten erklären. Das zeichnet ihn vor allen anderen Alternativen aus.

Vielen Dank für das Gespräch